

Pictet Global Market Watch

世界経済:2018年の10大サプライズ

ピクテでは、2018年の世界経済予測を策定していますが、本稿では、基本シナリオでは範疇外となるような懸案事項（「サプライズ」）を検討することとします。“広く認識されている”サプライズとしては、米国の税制改革に因る想定以上の財政拡大効果、地政学的リスク、経済政策の誤謬、予想を上回る物価上昇、金融バブルの崩壊、中国の「ミンスキー・モーメント」（「ミンスキーの瞬間」、信用拡大の停止に続く、資産価格の急落の瞬間）等が挙げられますが、本稿では、これまで認識されず、検討されることのなかったサプライズを取り上げます。なお、本稿で解説するサプライズは、その定義から、ピクテの世界経済予測においては一切想定されていません。

1.【米国】原油高による米国景気の押し上げ（“テキサス・ブーム”）

米国では、ここ数年、原油価格の下落（上昇）が米国経済にとってのマイナス要因（プラス要因）であったことが確認されています。シェール産業の活況を背景に、原油生産が拡大し続けているためです。2016年の米国の実質国内総生産（GDP）成長率は前年比+1.5%に留まり、2015年の同+2.9%を下回りましたが、ウエスト・テキサス・インターメディアート（WTI）原油価格は、2016年2月11日、1バレル当たり26.21ドルの安値を付けています。その後は、原油価格の反発に伴って掘削活動が回復したことが、景気回復の主要なけん引役となり、設備投資の拡大を支える重要な柱となりました。

一方、原油先物価格曲線は、（先物価格が現物価格を下回る）バックワーデーションの形状を呈しており、原油市場参加者が、数ヶ月先までの原油価格の（足元の水準からの）下落を予想していることを示唆しています。世界的な需要の回復に伴って、より楽観的な見通しが原油価格に織り込まれ始めれば、米国の原油関連投資は大幅に拡大する可能性があり、そうなれば、米国の産油量を誇るテキサス州の景気回復に弾みがついて、それが米国経済を押し上げる可能性があります。

近年の米国のGDP成長率に占める鉱業（エネルギー）セクターの寄与度を測る回帰分析からは、原油価格の10ドルの上昇がGDP成長率を年率ベースで0.15%押し上げてきたことが確認されます。したがって、原油価格が、足元の水準から20ドル上昇した場合には、税制改革に因る2018年のGDP押し上げ効果が増幅する状況が期待できるかもしれないということになります。一方、原油高が個人消費を下押しする可能性があり、2019年中にもその影響が顕在化し始める可能性があることには留意が必要です。

図表1:原油価格と米国の原油生産量

月次、期間:1996年12月～2017年12月



※原油価格は先物価格（米ドルベース）の月次データの各月平均値
 出所:ブルームバーグのデータを使用しピクテ投信投資顧問作成

2.【米国】FRB理事にタカ派色の強い人物が指名される

昨今、米連邦準備制度理事会（FRB）理事の交替が目立って増えており、今後の交替の可能性も考えられます。イエレン議長は、2018年年初のパウエル理事（2012年以降、理事）の議長就任を見届けた後、退任する意向です。スタンレー・フィッシャー副議長は2017年10月、既に退任し、トランプ政権は、金融規制を担当するFRB副議長に元財務次官のランダル・クオールズ氏を後任として指名しました。この他、地区連銀でも退任が予定されており、とりわけ影響力の強いニューヨーク連銀ダドリー総裁の退任（2018年夏）が注目されます。

もともと、理事の交替が金融政策に及ぼす影響は極めて限定的だと思われます。パウエル新議長は、イエレン議長の金融政策を踏襲すると思われ、また、スタッフが理事を補佐して、金融政策の緩やかな正常化を進めるものと思われます。

とはいえ、FRBの空席の行方を巡る不透明感が幾分残ることは事実であり、今後の理事指名が、現時点で想定される以上の影響を金融政策に及ぼす可能性も考えられます。トランプ大統領はパウエル新議長の下での政策運営の継続性を重視する一方で、タカ派色のより強い理事を指名する可能性も残ります。一方、金融市場には、米連邦公開市場委員会(FOMC)メンバーの金利予測を示す「ドット・チャート」の中央値と比べて遥かに緩やかな金融正常化の道筋が織り込まれており、これが疑問視される可能性も考えられます。このような予期せぬ展開が実現するならば、金融正常化が前倒しで進むこととなり、経済成長を下押すことにもなりかねません。

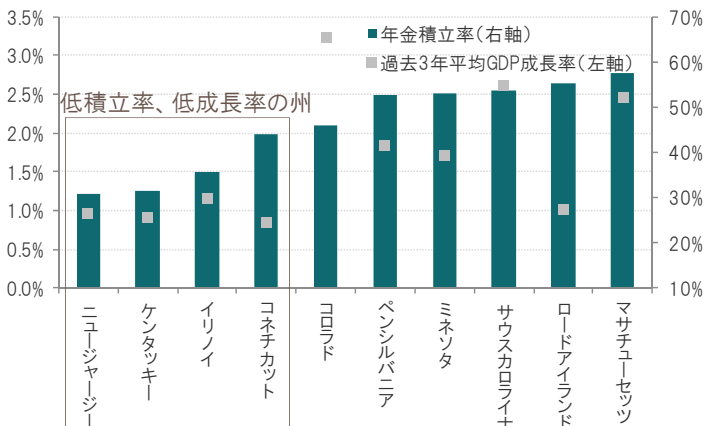
3.【米国】シカゴ市債のデフォルトが 地方債市場の混乱を引き起こす

米国の準州であるプエルトリコは、この一年、複数回のハリケーンに見舞われて資金が枯渇し、財政が一段と悪化していますが、このような状況が米国内の地方債市場に影響を及ぼした気配は、今のところ、ありません。

今後「米国内の」地方自治体が財政破たんへの危機に瀕した場合、市場に影響が出るかどうか注目されます。米国経済は堅調さを維持していても、年金費用が膨らみ続ける状況下、多くの州や市が財政上の様々な課題に直面しています。イリノイ州とシカゴ市は、年金費用の増加に加えて、経済の低迷や(人口の流出等の)人口動態の影響を受け、歳入の伸びが歳入の伸びを上回る状況に陥っています。シカゴの財政状況が更に悪化した場合、シカゴと同様の状況にある多くの自治体の年金財政に投資家が改めて注目し、従来以上に悲観的な見方を取るかどうか問われます。地方債の発行残高は、2017年7-9月期末現在、3.6兆ドルに達しています。地方債市場がひっ迫する局面では、地方政府のインフラ投資に遅れが生じる可能性も考えられます。

図表2:米国の州別GDP成長率と年金積立率

時点:2016年



出所:ブルームバーグニュース、ブルームバーグのデータを使用し
ピクテ投信投資顧問作成

4.【欧州】ユーロ圏の好況から高インフレ が惹起され、ECBが利上げに踏み出す

ユーロ圏経済は、デフレ脱却の速度を最大限に上げて、広範かつ持続的な景気拡大を続けていることから、2018年の見通しは明るいとしています。域内総生産(GDP)成長率については、信用供与の伸びを受けて投資支出が拡大する状況では、予想対比上振れの可能性も見込まれます。欧州金融危機前後で投資支出トレンドに最も差が広がった国々で「アニマル・スピリッツ」が復活すれば、GDP成長率が3%を上回る水準に押し上げられる可能性も考えられます。

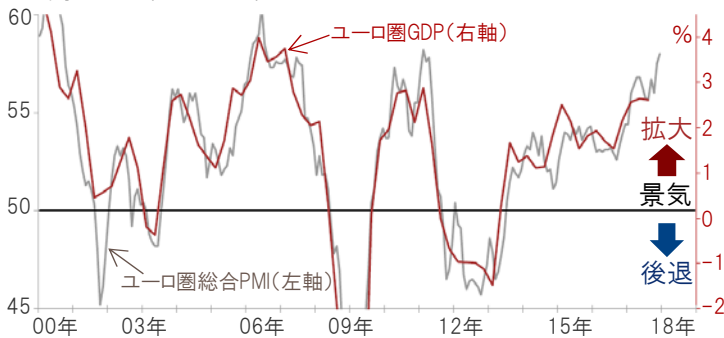
過去、ユーロ圏経済が3%を上回る成長率を記録したのは、スペインの不動産セクターが活況を呈していた2006年から2007年(平均3.2%)、あるいは、ユーロ導入前の1997年から2000年にかけてのインターネット・バブル時(3.1%)等、特定のセクターがバブルの領域にあった時期に限られていたことは事実ですが、今回は状況が異なるように思われます。金融危機時に累積した余剰生産能力が総需要の伸びに追い付くことが前提ではありますが、マクロ経済の安定と(欧州連合(EU)の強化や通貨同盟の結束等の)制度改革を巡る期待を受けて、これまで繰延べられてきた需要が急速に現れる可能性も考えられます。更に、グローバル経済が改善する中で、価格競争力の回復に乗じて純輸出を拡大すれば、GDP成長率が下支えされる可能性もあります。

欧州中央銀行(ECB)は、「資産購入が完了するまでは利上げを行わない」ことを表明していますが、フォワードガイダンスが変わらないというわけではありません。実際のところ、2017年以降、ブノワ・クーレ専務理事を含む複数のECB高官が資産買入終了の手順について言及し始めています。インフレ率上昇の予兆を伴う力強い経済成長を受けて、ECBは出口戦略を再考する可能性もあります。決して容易ではありませんが、実行は可能であるように思われます。また、副次効果として、タカ派理事間の内部分裂の修復が促されることもあり得ると考えます。フォワードガイダンスを適切に変更することができれば、ECBは、国債の利回り格差の変動を抑えつつ、イールドカーブのスティープ化を図ることが可能だと思われ、これらはいずれも、銀行の増益を促すことには要注目です。

ECBは、政策金利(中銀預金金利、主要リファイナンス金利、限界貸出金利)の相対的な機動性を高めるため、フォワードガイダンスの調整から始める可能性があると考えますが、このことは、現状-0.40%の中銀預金金利のマイナス幅を2018年中に前倒しで縮小することの前提条件になると思われます。一方、主要リファイナンス金利(現状0%)については、資産買入が完全に終了する2019年に最初の利上げを行うという、現状示唆されている出口戦略を変更しない可能性もあり得ます。

図表3: ユーロ圏の総合購買担当者景気指数(PMI)と
域内総生産(GDP)

期間: 2000年~2017年



※ユーロ圏GDPは季節調整済み年率換算値の2四半期移動平均
出所:ピクテグループ

5.【欧州】次期ECB総裁候補にエレヌ・レイ教授が浮上

ECBの正・副総裁職を含むEUの複数の要職が、今後2年のうちに交替時期を迎えます(ECB総裁は2019年10月、副総裁は2018年5月)。ドラギECB総裁の後任は、議論の余地はあるものの、早くも2019年年初まで発表されない公算が高いと思われるが、ドイツが複数の主要ポストを確保したいと望んでいることを考えると、「主要国間の交渉」は前倒しで始まることもあり得ると考えます(ドイツは既に欧州投資銀行(EIB)および欧州安定メカニズム(ESM)の総裁職を確保しています)。

例えば、ドイツ連銀のワイトマン総裁(ECB理事)のECB総裁への立候補に、フランスおよびその他複数の国が反対した場合には、高名なエコノミストとして世界中の中央銀行関係者に知られていながら、現在、学界で活躍する外部者を候補として検討することもあり得ると思われる。その候補として有望視されるのは、世界の資金の流れやマクロ経済の安定等についての論文が高い評価を得ているロンドン・ビジネス・スクールのエレヌ・レイ教授(経済学)です。レイ教授は、女性であることが恐らく有利に働く一方で、フランス人であることが立候補を複雑なものとする可能性があり得ます。

レイ教授以外にも多数の候補者が考えられ、レイ教授と同じフランス人女性のクリスティーヌ・ラガルド国際通貨基金(IMF)専務理事もその一人です。(二人のうちいずれかが選ばれる場合の)市場への影響は総じてプラスだと思われるが、これは、ドイツ人以外の総裁ならば、少なくとも当初のうちは、タカ派色が薄いだらうと市場が受け止める可能性が高いからです。

6.【英国】ジェレミー・コービン労働党党首の首相就任

テリーザ・メイ首相率いる保守党政権は弱体化が著しく、リーダーを欠く状況にあると言ってよいように思われ、ジェレミー・コービン労働党党首が首相官邸入りのチャンスを伺っていますが、なんとか持ち堪えると思われそうです。

一方、保守党の強硬な欧州懐疑派は、(渴望するEU単一市場からの離脱、即ち)「ハード・ブレグジット」をより重視しており、保守党の内部分裂の可能性は想像に難くありません。2018年下期にEUとの新しい通商協定を巡る協議が決裂し、英国の産業界がパニックに陥ることとなれば、メイ首相は、2年を遥かに超える移行期間を設置することでEUに譲歩する覚悟を決めているように思われます。この間、英国はEU単一市場の法律や制度を遵守しつつEUに残留することとなります。EU離脱派は激怒するでしょう。

一方、ボリス・ジョンソン外相は、マイケル・ゴブ環境相の支持を取り付け、メイ首相の対抗馬として党首選に打って出るかもしれませんが、保守党下院議員による信任投票でメイ首相が敗北したとて、「剣を振りかざす手は、決して王冠を被ることがない」との諺の通り、ジョンソン外相は、後任の党首を選出する党員投票の最終投票に至る前に候補者から除外されるという形で、背信行為を罰せられることになると考えられます。(高齢議員が圧倒的多数を占める)保守党のEU離脱派の支持基盤は、改革派でEU離脱後の移行期間の設置を唱える柔軟離脱(「ソフト・ブレグジット」)派のアンバー・ラッド内相よりも、強硬離脱派の中心人物であり、率直な物言いでも知られるジェイク・ブリス・モグ議員を選ぶと思われそうです。

もっとも、ブリス・モグ議員にも弱点がないわけではありません。英国議会は、ブレグジット交渉を終えた時点で、英政府がEUとの間で合意することになる最終案を承認する権限を有しているものの、「ハード・ブレグジット」派は過半数に達していないからです。ブリス・モグ議員は、当初の高い支持率と世論調査による保守党支持率の回復に鼓舞されて、党首選出馬の賭けに出たとしても、時代に逆行する社会通念が注目を浴びて選挙戦の妨げとなる可能性があり、一方、保守党は、労働党の攻勢を受けて、主要激戦区で敗れることが予想されます。その結果の連立政権では、スコットランド国民党、自由民主党、イングランド・ウェールズ緑の党との連合が、ジェレミー・コービン労働党党首に首相官邸(ダウニング街10番地)の鍵を渡すこととなり、1970年代以降、最も左派の政府が誕生する可能性が考えられます。

コービン政権は、(疲弊した保守党が、脆弱で頼りない労働党に一時的に政権を譲るものの、5年後に返り咲いた)1974年の場合のような政権となるのか、あるいは、(政局の混乱と経済の低迷が、英国の現代史上、最も劇的に変身した政権を誕生させた)1979年の場合のような政権となるのかが注目されます。結果は2019年のお楽しみです。

7.【スイス】金融緩和拡大圧力の高まり

スイス企業は、この数年、スイスフラン高の影響を製品価格の調整で相殺しようと苦戦してきましたが、2017年は、インフレ率がプラス圏に浮上したことで注目されます。総合インフレ率は、当面のところはエネルギー価格の変動に起因するベース効果により上下する可能性もありますが、2018年の年間では、上昇基調が強固なものとなっていく可能性が高いと思われます。

一方、インフレ率を下押ししかねない状況も、複数、考えられます。まず、2017年秋の国民投票で、「2020年の年金改革」が否決されたことを受け、2018年1月1日から、付加価値税(VAT)率が、標準税率は8.0%から7.7%に、宿泊サービスに適用される税率は3.8%から3.7%に引き下げられたことです。軽減税率は2.5%に据え置かれます。付加価値税率の引き下げは、様々な消費財に影響を及ぼすことから、総合インフレ率に下押し圧力がかかると考えられます。次に、消費者物価指数(CPI)構成要素の18%を占める家賃にも下押し圧力がかかると考えられます。これも、インフレ率に影響を及ぼすベースレートが低下しているためです。ただし、輸入物価については、スイスフラン安を受けた上昇が予想されます。

インフレ率が大幅に低下する場合、スイス国立銀行(スイス中銀)は、もう一段の緩和は行わないとしても、既に緩和的な金融政策を維持せざるを得ないと思われます。

8.【日本】インフレ率が予想以上に上昇

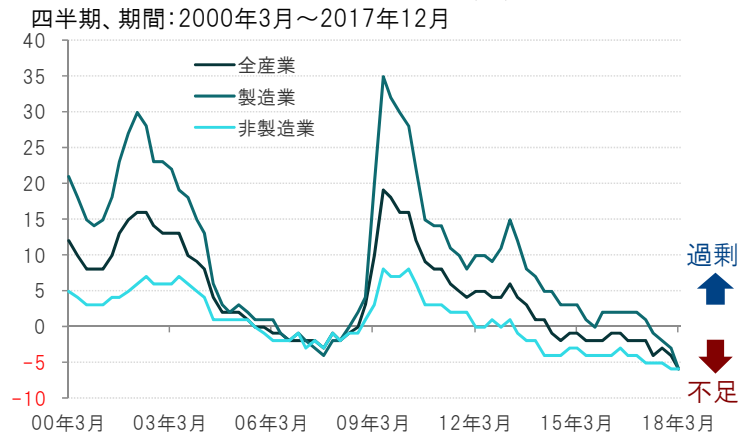
日本経済は、内外の堅調な需要を受けて回復基調を辿る一方、インフレ率の低位安定が大きな懸念材料となってきました。日本銀行(日銀)が、先例のない超緩和政策を導入してからほぼ5年が経過するというのに、コア・インフレ率は、日銀の目標水準の半分にも満たない1%を割り込んだ水準に留まっているからです。

もともと、とりわけ労働市場の供給制約が常態化する状況では、インフレ圧力が静かに累積されつつあります。完全失業率は、1994年半ば以降の最低水準である2.7%(2017年11月)に低下しています。労働市場のひっ迫は、これまでのところ、平均賃金の大幅上昇をもたらしていませんが、このような状況がいつまで続くかは定かではありません。企業の新規採用は、特にサービス業において、困難を極めています。

仮に日本のインフレ率が予想以上に上昇した場合、超緩和的な金融環境の継続による副作用を懸念し始めた日銀は、金融政策の再考を余儀なくされる可能性があると思われます。

このような状況では、イールドカーブ・コントロールの修正前倒しなどが、市場にとってサプライズとなり得ます。修正内容としては、例えば、2018年前半での利回り目標を引き上げ、あるいは、利回り目標の基準について、長期国債(10年国債)利回りから、5年国債等、より短期の国債利回りへの変更などが考えられます。

図表4:業種別生産設備先行き判断
デフュージョン・インデックス(DI)



※先行き(3カ月後)状況判断

※生産設備について、過剰と判断する企業の割合が、不足と判断する企業の割合と比較して大きいほどDIの数値は大きくなる

出所:日本銀行「短観(全国企業短期経済観測調査)」のデータを使用し
ピクテ投信投資顧問作成

9.【中国】目標を上回る成長率の達成

中国では、金融債務の圧縮と環境基準の強化が続くものの、2017年の経済成長率は、堅調な外需と国内消費を背景に、政府目標を上回る可能性があります。企業の設備投資の回復が、不動産投資やインフラ投資の減速を補うことから、総固定資本形成は、大幅な減速を回避すると思われる。玩具や靴等の伝統的な製造業が苦戦する一方で、インターネット・サービス、電気自動車、バイオテクノロジー等の新しい業界が、高い伸びを示すものと予想されます。

GDP成長率は、政府目標の6.5%を大きく上回ると考えられます。消費者物価は3.0%を上回って市場を驚かせ、一方、鉄鋼や石炭等の生産者物価は、川上産業の余剰生産能力削減を図る政府の対応策に支えられるでしょう。堅調な実質GDP成長率と高水準のインフレ上昇率が相俟って、名目GDP成長率は、2年連続で2桁成長を実現すると思われる。

中国の政府債務残高(対GDP比)は、高水準の名目GDP成長率と債務の蓄積ベースの鈍化を受け、世界金融危機以来初めて、減少基調を示しています。中国人民銀行は、インフレ率の上昇を勧告してよりタカ派的な姿勢に転じ、政策金利の引上げを余儀なくされるでしょう。米国との金利差が従来以上に拡大し、資本の流出が流入に転じることから、2018年の人民元レートは、対米ドルで増価すると見えています。

10.【アジア】地政学的緊張の高まり

アジアは、再び、地政学リスクに晒されるでしょう。足元では、北朝鮮を巡る緊張が最も注視されますが、今のところは表面化していないその他の脅威が時々姿を現し、注目を集めることとなるでしょう。

第一には、尖閣諸島(中国名は魚釣島)を巡る日・中間の領土紛争です。沖縄県石垣市の中山市長が、当該諸島の住所に「尖閣」の2文字を追加することによる尖閣諸島の正式名称の変更を提案していることは、今後の紛争拡大の前触れであるとも考えられます。先般の解散総選挙で圧勝した安倍首相は、与党自由民主党の長年の課題である平和憲法の改正に向けて、従来以上に大胆な行動に踏み出す公算が高いと考えます。北朝鮮の核の脅威が、現状を国民に認識させる一助となったであろうことは明らかです。また、日中関係の緊張も首相の行動が勢いづく一因となるかもしれません。

南シナ海における米・中間の勢力争いは、終わっていません。米海軍は、トランプ大統領の就任以降、中国が領有権を主張する海域で、少なくとも3回以上の軍事パトロール活動(「航行の自由作戦」)を実施していますが、このような場合、中国軍は、通常、米海軍の艦艇を確認し、警告するため、複数の軍艦を派遣します。

中国が南シナ海に建設した人工島の軍事拠点化は今後も続くと思われます。米・中の海軍の頻繁な衝突は、大きな事故につながるリスクを秘めています。

2017年には、(いずれも核保有国である)世界の二大新興国が、2カ月に及ぶ軍事衝突を展開しましたが、このことに気付いた投資家は殆どいなかったように思われます。ヒマラヤの麓にあるドクラム(中国名はドンラン)を巡るインドと中国の緊張は、解決からは程遠い状況にあります。両国の対立は、少なくとも現時点では終了しているものの、ドクラムの戦略上の重要性のため、両国ともに駐留軍を強化しています。インドと中国の戦争には、前例がないわけではありません。最後の戦争は1962年に勃発し、死傷者(主にインド側)は、数千人に及んでいます。

ここで、北朝鮮に話を戻すと、衝撃的な結果に至る最悪のシナリオは、米・韓連合軍が北朝鮮を攻撃し、中国軍がロシア軍に加わって北朝鮮を支援する側に回ることです。

中国が北朝鮮の金正恩政権に対して支配力を行使し、核戦力を巡る野望を抑えることが出来ずにいることは、ますます明白になりつつあります。金政権の無秩序な崩壊に続いて、米国が朝鮮半島全域の支配権を握るという極めて望ましくない事態を回避するために、中国は、地域の戦略上の権益確保を目的に、先制攻撃を決意するかもしれません。

**※将来の市場環境の変動等により、
当資料記載の内容が変更される場合があります。**

当資料をご利用にあたっての注意事項等

●当資料はピクテ投信投資顧問株式会社が作成した資料であり、特定の商品の勧誘や売買の推奨等を目的としたものではなく、また特定の銘柄および市場の推奨やその価格動向を示唆するものでもありません。●運用による損益は、すべて投資者の皆さまに帰属します。●当資料に記載された過去の実績は、将来の成果等を示唆あるいは保証するものではありません。●当資料は信頼できると考えられる情報に基づき作成されていますが、その正確性、完全性、使用目的への適合性を保証するものではありません。●当資料中に示された情報等は、作成日現在のものであり、事前の連絡なしに変更されることがあります。●投資信託は預金等ではなく元本および利回りの保証はありません。●投資信託は、預金や保険契約と異なり、預金保険機構・保険契約者保護機構の対象ではありません。●登録金融機関でご購入いただいた投資信託は、投資者保護基金の対象とはなりません。●当資料に掲載されているいかなる情報も、法務、会計、税務、経営、投資その他に係る助言を構成するものではありません。